

Intensidade Competitiva, Performance Financeira e Sustentabilidade: Uma Análise Longitudinal do Desempenho Econômico-Financeiro das 500 Maiores e Melhores Empresas do Brasil no Período 1990-1999

Guilherme C. V. Dornas

Fundação Dom Cabral – FDC – gdornas@fdc.org.br

Álvaro Cyrino

Fundação Dom Cabral – FDC – alvaro@fdc.org.br

Resumo

Este trabalho visa contribuir para a discussão da relação entre performance e vantagem competitiva subjacente à grande parte da literatura sobre estratégia. A partir dos dados contábeis sobre as 500 Maiores e Melhores da Revista Exame, o trabalho estuda o comportamento da performance num período de 10 anos, com os seguintes propósitos principais: (a) analisar as influências gerais da intensidade competitiva do ambiente sobre a performance das empresas; (b) lançar luzes sobre a hipótese da sustentabilidade da performance competitiva, isto é, verificar se existe no rol das empresas estudadas, um grupo que apresentou desempenho superior ao longo do período analisado.

A seqüência deste documento acha-se organizada da seguinte forma: a seção 1 busca precisar as questões a investigar, à luz da literatura já existente acerca do assunto. Na seção 2; acham-se formuladas as principais hipóteses que orientam a pesquisa; na seção 3 são descritos os métodos de levantamento e tratamento dos dados que sustentam as hipóteses, incluindo a escolha do indicador de performance a ser utilizado. Na seção 4 são apresentadas as evidências da pesquisa. E, finalmente, a seção 5 promoverá uma discussão sobre as principais conclusões e recomendações para futuras investigações do gênero.

1. As Questões de Pesquisa e Revisão da Literatura

O estudo da performance das empresas integra um dos aspectos centrais da disciplina de estratégia (Rumelt, 1995-1990). Embora as explicações sobre os fatores determinantes de performance competitiva variem de escola, o sucesso competitivo continua sendo um dos principais propósitos da disciplina (Rumelt, 1991). As principais discordâncias entre os defensores das diferentes correntes giram em torno dos pressupostos sobre a natureza e o comportamento das empresas (Cyrino, 2000), incluindo (a) os fatores determinantes da performance, a importância das variáveis organizacionais e ambientais que a influenciam e determinam, e a natureza do seu encadeamento e; (b) a forma de mensuração desta performance.

1.1. Performance, Competição e Sustentabilidade

Com relação aos fatores determinantes da performance acima da média, as duas principais escolas de conteúdo da estratégia apresentam diferentes modelos. Embora ambas as escolas concordem que a performance continuada acima da média é um indicador de uma vantagem competitiva sustentável, a Escola da Organização Industrial (OI) situa a origem na dinâmica do setor (Porter, 1985; Porter, 1991) enquanto a Abordagem Baseada nos Recursos e Competências (RC) os situa no nível interno das empresas, mais

especificamente na heterogeneidade dos seus recursos e competências (Peteraf, 1993; Teece, 1997; Barney, 1991). Ambos os lados apresentam evidências sustentando a suas hipóteses (Rumelt 1991; McGahan, 1997).

Embora o presente trabalho vise contribuir apenas indiretamente para este debate, ele focaliza uma das questões subjacentes: é possível identificar empresas de desempenho superior no período analisado? Neste caso, infere-se que estas empresas sejam detentoras de vantagens competitivas - quer em termos de barreiras à entrada e mobilidade, como querem os autores da OI, quer em caso de barreiras de recursos, como sustentam os representantes da RC.

Um dos temas que perpassa ambas as abordagens diz respeito à intensidade competitiva, representada pela relativa escassez ou abundância de recursos no seu ambiente competitivo. O conceito de intensidade competitiva, ou o seu simétrico, a atratividade do setor (Porter, 1985) foi introduzido pela escola de OI (Porter, 1981). É de se esperar que, em ambientes moderadamente competitivos, a sobrevivência e o crescimento sejam mais fáceis do que em ambientes onde a competição por recursos escassos é mais intensa. Assim, a intensidade competitiva varia na razão inversa da abundância, ou munificência dos recursos disponíveis às empresas que competem entre si (Dess, 1984). Nesse caso, o nível de performance das empresas deveria refletir a abundância ou escassez relativas: ambientes munificentes deveriam apresentar taxas médias superiores de desempenho e vice-versa.

Outra questão importante relacionada ao grau de competição, é saber o que acontece com a performance das empresas quando um ambiente passa repentinamente de um estágio de intensidade competitiva moderada para um estágio mais intenso de competição. A questão é saber se a queda de munificência tem um impacto significativo na mobilidade das empresas em termos de performance, quer em termos absolutos, quer em termos relativos.

Além disso, os adeptos da hipercompetição sugerem que todas as vantagens competitivas são contestáveis. A erosão destas através dos esforços de imitação por parte dos concorrentes significa que, a médio e longo prazo, o equilíbrio geral prevalece em termos de lucratividade (D'Aveni, 1994; Thomas III, 1996). Em termos de desempenho, isso quer dizer que, ao longo do período, os comportamentos dos líderes de desempenho tendem a reduzir a distância da sua performance em relação à média geral (Jacobsen, 1988), face às pressões dos concorrentes no sentido de imitar as vantagens competitivas iniciais alcançadas pelos líderes de mercado.

A sustentabilidade do desempenho superior é uma das condições fundamentais para identificar se a empresa é uma líder de mercado (Collins, 1996). O desempenho superior no decorrer de longos períodos é visto como um sinal da existência de uma vantagem competitiva sustentável (Porter, 1991; Barney, 1997). Em resumo, o desempenho superior durável é fruto de uma estratégia "robusta" que, de um lado, resiste às flutuações da conjuntura e, de outro, acha-se relativamente protegida contra os esforços de imitação dos concorrentes. A persistência do desempenho das empresas foi objeto de um recente estudo de Anita M. McGrahan (1999) que analisou a performance de 13.547 unidades de negócios de empresas norte-americanas, entre 1981 e 1997, e identificou as trajetórias das empresas entre o início e o fim deste mesmo período. O estudo demonstra que, durante o período avaliado, houve muito pouca mobilidade entre as categorias de desempenho por parte das empresas analisadas.

1.2. Medidas de Performance

Outro fator de discordância entre os autores de diferentes correntes é a métrica utilizada para aferir o desempenho. Barney (1997) analisa as vantagens e desvantagens das quatro métricas de performance mais utilizadas nos estudos de estratégia: (1) a sobrevivência; (2) os indicadores contábeis de performance; (3) as medidas de geração de valor para os *stakeholders*; (4) as medidas de valor presente líquido.

Este trabalho utilizou medidas de performance contábeis, tendo em vista, sobretudo, a sua principal vantagem que é a facilidade relativa de acesso e de compreensão. Estes aspectos positivos não devem, no entanto, obscurecer as limitações típicas das medidas contábeis tais como: (a) a subjetividade na escolha do(s) indicadore(s); (b) o viés de curto prazo; (c) a sub-avaliação dos ativos intangíveis (Barney, 1997). Além disso, destacamos a diferença existente entre os dados da contabilidade fiscal e gerencial, sendo que os primeiros, apesar de serem os menos precisos, são os únicos publicamente conhecidos e, por conseguinte, os aqui utilizados.

2. Hipóteses do Trabalho

A intensidade competitiva e a sua relação com a performance compõem o primeiro bloco de hipóteses deste estudo. O interesse central é o de examinar as influências dos componentes macroeconômicos na intensidade competitiva e do impacto desta sobre a rentabilidade das empresas, durante um período relativamente longo. O grau de competição das organizações é influenciado por duas condições básicas: o número e o poder relativo dos concorrentes, e o tamanho e o crescimento do estoque de recursos disponíveis, traduzido, em geral, pelo comportamento da demanda. O número de competidores é uma função do tamanho relativo das barreiras à entrada e à mobilidade. Estas barreiras são influenciadas no nível econômico, dentre outros fatores, pelo grau de abertura da economia à entrada de novos *players* internacionais, que via exportação dos produtos e serviços destes para o mercado brasileiro, quer via investimentos diretos no país (instalação de subsidiárias, fusões e aquisições, e alianças estratégicas).

O nível de estoque de recursos disponíveis às empresas é influenciado pela taxa geral de crescimento da economia e dos mercados, assim como por outras formas de geração de receitas. No caso brasileiro, pelo nível de acesso a outros recursos. No Brasil, as empresas se defenderam da inflação protegendo seus recursos, por meio de investimentos no mercado aberto e pela gestão do seu ativo circulante, de forma a tirar partido de fornecedores e clientes.

A influência da inflação na performance econômico-financeira tem recebido rara atenção nos estudos internacionais de estratégia. As empresas no Brasil se habituaram a conviver com uma inflação elevada e endêmica, e os efeitos sobre o seu comportamento estratégico têm sido, para dizer o mínimo, ambíguos: de um lado, contribuíram para a desmoralização do sistema de preços, da eficiência econômica, da falta de transparência dos contratos etc., por outro foram agentes benéficos na obtenção de rendas adicionais não-operacionais. Segundo Pastore (1994), para as empresas mais poderosas em geral, o risco de perder dinheiro no processo inflacionário é evitável. No Brasil, as grandes empresas sempre dispuseram de uma série de mecanismos de proteção - a indexação e a ciranda financeira - que funcionaram como fontes adicionais de receitas não-operacionais. Nesta perspectiva, consideramos a inflação como um fator de aumento da munificência do ambiente econômico, facilitando o acesso das empresas a um "pool" adicional de recursos não-operacionais.

Para efeito deste trabalho, a variável intensidade competitiva será definida como dicotômica, representada por dois períodos distintos: o período de 1990–1994, inclusive, caracterizado aqui por uma inflação elevada e pelo início da abertura comercial, e o período de 1995-1999, caracterizado pela estabilidade oriunda do Plano Real, no qual as empresas tiveram que se adaptar a um ambiente macroeconômico de inflação próxima a zero.

O período até 1994 apresentou uma taxa de crescimento superior ao segundo – excluindo-se o ano atípico de 1990, que apresentou um recuo significativo do PIB. A inflação neste período foi substancialmente superior, beirando índices de hiper-inflação, em 1994. Embora a queda das barreiras comerciais tenha ocorrido no início dos anos 90, o ingresso maciço de investimentos estrangeiros (FDI) se efetivou a partir de 1994, com a entrada de novos *players* internacionais no mercado brasileiro, o que contribuiu ainda mais para o aumento da intensidade competitiva neste período. O divisor de águas destes dois períodos foi o Plano Real, quando uma série de medidas resultou no controle da inflação e em ações do governo visando a abertura da economia. Resumindo, no período posterior ao ano de 1994, a intensidade competitiva deu um salto, pressionando a rentabilidade das empresas. Assim, a relação entre intensidade competitiva e rentabilidade pode ser enunciada na hipótese abaixo:

H1 - O aumento da intensidade competitiva ocorrido na passagem do período 1990-1994 para o período 1995-1999 implicou numa diminuição dos níveis de performance geral das empresas no Brasil.

A presença da inflação antes de 1994, além de estar associada a um desempenho geral superior, também favoreceu uma maior dispersão do desempenho. Ambientes menos competitivos permitem a convivência de empresas que usualmente não sobreviveriam em condições de competição mais intensa. Promovem também ganhos superiores para as empresas que sabem melhor explorar os “nichos” de recursos inflacionários. Isso se reflete numa distribuição mais “alongada” e dispersa dos dados de desempenho para este período. Com a estabilidade monetária adquirida em 1994, a distribuição dos dados tende a convergir progressivamente em torno da média. As empresas de desempenho inferior tiveram que melhorar seus níveis de competitividade para poder sobreviver ou simplesmente foram eliminadas do mercado. Igualmente, as empresas de desempenho superior foram imitadas pelos seus competidores, tendo, com isso, as suas vantagens competitivas originais erodidas. Assim:

H2 – Em períodos de baixa intensidade competitiva, a dispersão da distribuição da performance das empresas é mais acentuada do que em períodos de alta intensidade competitiva.

A sustentabilidade das empresas bem sucedidas é uma das premissas da maior parte dos estudos de estratégia. A identificação de líderes de mercado se faz, em geral, a partir da performance continuada por longos períodos. A existência destes líderes se deve, ou em função da existência de barreiras “artificiais” – situação de monopólio ou quase-monopólio, proteções etc. - ou, na maior parte dos casos, em função da existência de uma estratégia robusta e bem articulada, capaz de gerar vantagens competitivas sustentáveis. O teste da sustentabilidade é que, mesmo em condições setoriais ou de conjuntura geral adversas, as empresas se mantêm como líderes. Imaginando que as três tradicionais categorias de

desempenho sejam: acima da média, na média, e abaixo da média (Barney, 1997), a mobilidade das empresas entre estas categorias mostrar-se-á reduzida.

No estudo mencionado (McGraham, 2001), a autora tenta identificar as trajetórias das empresas entre as diversas categorias de desempenho, utilizando uma matriz semelhante à apresentada abaixo:

		Performance pós 1994		
		Alta	Média	Baixa
Performance pré 1994	Alta	<i>Mantenedores de Alta Performance</i>	<i>Altas Performances Declinantes</i>	<i>Estrelas Cadentes</i>
	Média	<i>Os que Aumentaram Moderadamente Performance</i>	<i>Mantenedores de Média Performance</i>	<i>Performances Médias Declinantes</i>
	Baixa	<i>Os que Viraram a Mesa (turnarounds)</i>	<i>Baixas Performances Ascendentes</i>	<i>Mantenedores de Baixa Performance</i>

Tabela 1 – Matriz de Mobilidade das Empresas

A matriz cruza dois períodos distintos, o pré-1994, e o pós-1994, identificando, para cada um deles, três categorias de performance: alta, média e baixa. Do cruzamento dos níveis de performance nos dois períodos, surge uma matriz 3x3, com nove tipos de empresas. A proposta da autora é de examinar a mobilidade das categorias entre os períodos, e de estabelecer as trajetórias, ou seja, os movimentos entre as várias células da matriz.

Os dados do estudo de McGraham mostram que a mobilidade entre os períodos foi extremamente baixa, isto é, houve muito pouco movimento entre células, durante o período examinado.

No nosso estudo, assumiremos a hipótese da sustentabilidade, aqui articulada como:

H3 – A performance das empresas de nível superior se sustenta, mesmo quando da passagem de um período de intensidade competitiva moderada para um período de elevada intensidade (pré e pós-1994), sendo baixa a mobilidade das empresas entre as células da matriz.

Na seção seguinte, serão examinados os dados e métodos da análise estatística, utilizados neste trabalho.

3. Dados e Métodos de Análise

Os dados utilizados neste trabalho foram extraídos das *500 Maiores e Melhores*, da Revista Exame. A base de dados de 10 anos foi criada a partir das 500 MM de 1999. A partir deste ano, buscou-se incorporar os anos anteriores, de maneira a manter compatíveis as séries históricas do indicador. Com isso, assumimos algumas perdas, representadas por empresas que (a) figuravam entre as 500MM de 1999, mas em nenhum dos outros anos de série; (b) não apresentaram dados para a publicação (*missing*) e; (c) não figuravam em pelo menos 6 dos 10 anos da série histórica analisada. Foram também expurgados os valores extremos, isto é, aqueles valores que estão 3 distâncias inter-quartílicas acima do 3º. quartil ou abaixo do 1º. quartil. Embora as categorias *missing* e valores extremos tenham reduzido

substancialmente a base de dados para os testes estatísticos, a qualidade dos resultados foi melhorada com estes procedimentos.

As medidas contábeis têm sido utilizadas como *proxy* para o desempenho em inúmeros estudos de estratégia (Rummelt, 1991; McGahan e Porter, 1997; McGahan, 2001), sendo que o indicador escolhido neste trabalho foi o Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Na verdade, mesmo os mais ardentes defensores de qualquer indicador de performance tendem a concordar que talvez não exista um único indicador que possa ser utilizado em todas as situações. Por outro lado muitos pesquisadores acreditam depender de um grande número de indicadores em suas análises, sendo que cada um deveria prover variados benefícios e servir para diferentes propósitos.

Entretanto, a utilização de múltiplas medidas de desempenho por uma empresa pode causar uma grande confusão, por ocasião da classificação geral da performance. O uso de terminologias diferentes e de padrões inconsistentes na mensuração de resultados pode levar a resultados que não traduzem as medidas de sucesso da empresa. Isso porque muitas destas medidas de performance, mesmo parecendo transparecer bons resultados num primeiro momento, deixam de reconhecer dimensões importantes para a criação de valor no processo como, por exemplo, o custo do capital próprio (DORNAS, 2002).

Rossetti (2001) apurou que, na década passada, as “margens” continuaram sendo medidas populares na análise de performance corporativa, entre empresas brasileiras de portes variados. Mas as análises por margens são limitadas para efeitos de pesquisa, pois não determinam o grau de eficiência com que a empresa utiliza seus ativos, ou seja, não evidencia o esforço empreendido para gerar o lucro.

Na busca por essa análise mais apurada, muitas das empresas que operam no mercado brasileiro mediram, na última década do século, o retorno sobre o patrimônio líquido ou ROE (*Return on Equity*), ou seja, um indicador que calcula o retorno do capital investido pelos proprietários da companhia (GITMAN, 1987), deixando transparecer, ainda, uma ascendente tendência de uso desse indicador, em exercícios fiscais vindourosⁱ.

No que tange ainda aos dados utilizados, é importante observar que as demonstrações financeiras tiveram modificações significativas, a partir de 1996, quando a correção monetária integral dos relatórios passou a não ser mais uma exigência legal. Nosso indicador de rentabilidade, que é o lucro líquido, dividido pelo patrimônio líquido, multiplicado por 100, passa, então, a ter como componentes o lucro líquido “ajustado” e patrimônio líquido “ajustado”, que nada mais são do que as reais cifras apuradas, depois de reconhecidos os efeitos da inflação nas demonstrações contábeis. Parte das empresas constantes da amostra, nos anos subseqüentes a 1996 (inclusive), mesmo sem a exigência legal, calculou e divulgou esses efeitos inflacionários mediante demonstrações complementares, notas explicativas, ou por intermédio de questionários enviados pela própria revista.

Para empresas que não fizeram tal divulgação, os efeitos foram calculados tomando-se o ativo permanente e o patrimônio líquido do início do período, já ajustados pela inflação do ano anterior, e as respectivas mutações, consideradas homoganeamente, ocorridas nesses grupos. Nesse valor estão ajustados os juros sobre o capital próprio considerado como despesa financeira e as despesas de variação cambial reconhecidas como ativo diferido. Considerou-se nesses cálculos, inclusive, os efeitos dos impostos. Tal fato é motivo bastante para inferimos que o índice de rentabilidade do patrimônio líquido comparado em toda a série histórica é homogêneo.ⁱⁱ

Para efeito da classificação do desempenho, utilizamos os mesmos critérios dos estudos supracitados (McGahan, 2001; Barney, 1997). Consideramos o desempenho abaixo da média como aquele situado abaixo do 1º. quartil, como desempenho médio, aquele compreendido entre o 1º. e o 3º. quartis, e como desempenho superior, aquele situado acima do 3º. quartil.

4. Resultados

4.1 Intensidade Competitiva e Desempenho

A análise do comportamento da média do Retorno sobre o Patrimônio Líquido no período examinado ilustra a sensibilidade do desempenho das empresas às mudanças no ambiente macroeconômico brasileiro.

No ambiente de intensidade competitiva moderada – até 1994 - a rentabilidade média das empresas foi significativamente superior àquela ocorrida no ambiente competitivo mais intenso. A tabela a seguir demonstra as diferenças da rentabilidade entre os dois períodos analisados, confirmando a primeira hipótese levantada nesse estudo.

Média dos Retornos sobre o Patrimônio após 1994 (%)	Média dos Retornos sobre o Patrimônio até 1994 (%)	Diferença	Nível de significância
4,89	6,65	(-1,7599)	0,038

Tabela 2 - Diferença Pareada entre Médias

Se ajustarmos a curva da rentabilidade dos dois períodos, verificaremos que, até 1994, a rentabilidade é crescente e, após este ano, é decrescente. Os dados de dispersão também apóiam a hipótese 2. O desvio padrão no período até 1994 é superior ao período posterior a 1994 (respectivamente 9,19 e 8,52).

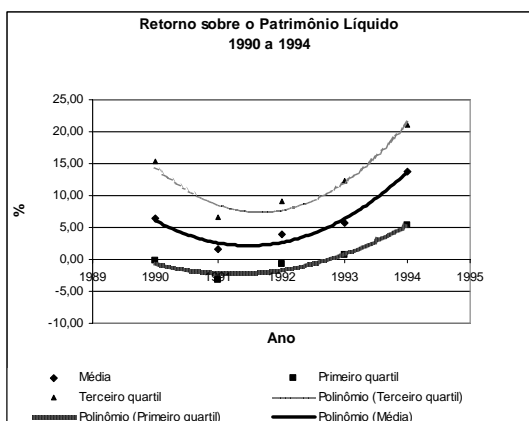


Figura 1 – ROE (1990 a 1994)

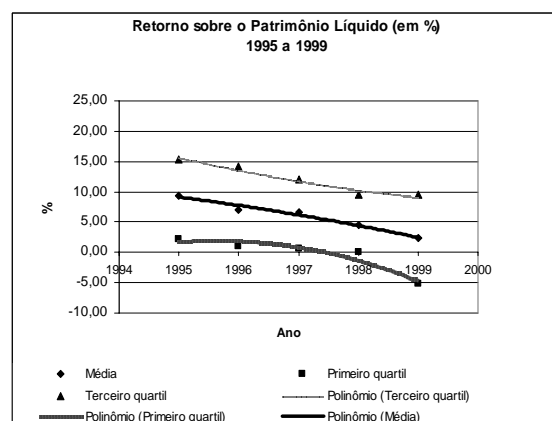


Figura 2 – ROE (1995 a 1999)

Os gráficos acima representam o comportamento da performance média, bem como dos quartis inferior (empresas abaixo da média) e superior (empresas acima da média). Indicam também um sentido de aumento de dispersão no primeiro período e de convergência em torno da média no segundo.

4.2 Sustentabilidade

Com relação às empresas de desempenho superior (acima do terceiro quartil) no período 1990-1999, os dados mostram que a sustentabilidade da performance das empresas é bastante reduzida.

Número de empresas	Frequência entre as 25% superiores em performance no período	Retorno médio sobre o patrimônio líquido (%)
8	6	21,38
4	7	15,81
6	8	23,28
1	9	18,33

Tabela 3 - Sustentabilidade da Performance

Embora os níveis de desempenho sejam elevados, a maioria das empresas não consegue repetir as suas performances durante longos períodos.

Esta observação é confirmada pela análise da mobilidade das empresas entre as diversas categorias de desempenho ao longo dos dois períodos analisados. Utilizando a mesma matriz que McGahan (ver tabela abaixo), observamos que, das 29 empresas da amostra que apresentaram desempenho superior antes de 1994, apenas 12, ou 41,37% mantiveram a sua posição no período 1995-1999.

Assim, os dados do nosso estudo não apóiam a hipótese de sustentabilidade para as empresas no Brasil no período analisado. A mobilidade intercategoria permanece, em especial nas categorias de maior e menor performance. Contudo, os dados mostram que somente 3,5% das empresas passaram por um processo de *turnaround*. Da mesma forma, a categoria “estrela cadente” (empresas que passaram diretamente de um desempenho superior a uma categoria de desempenho inferior entre os dois períodos) representa apenas 5,2% da amostra das empresas no Brasil. A conclusão é semelhante ao estudo de McGahan (2001), cujos percentuais são, respectivamente, 0,5% e 1,2%.

Performance pré 1994		Performance pós 1994			Total
		Alta	Média	Baixa	
Alta Média Baixa Total	Alta	12 (10,4%)	11 (9,6%)	6 (5,2%)	29 (25,2%)
	Média	13 (11,3%)	32 (27,8%)	12 (10,4%)	57 (49,6%)
	Baixa	4 (3,5%)	14 (12,2%)	11 (9,6%)	29 (25,2%)
	Total	29 (25,2%)	57 (49,6%)	29 (25,2%)	

Tabela 4 - Mobilidade entre Células

5. Discussão e Conclusões

Os poucos estudos sobre performance disponíveis no Brasil focalizaram-se mais em indicadores econômico-financeiros, com uma preocupação de avaliar o valor da empresa do ponto de vista do mercado num momento determinado.

Este estudo está ancorado na tradição da estratégia e se distingue das tentativas anteriores por abranger um período significativo (10 anos), por identificar as variáveis responsáveis pela intensidade competitiva do ambiente brasileiro e analisar o seu impacto no desempenho das empresas individuais.

Os dois períodos de diferente intensidade competitiva mostram que esta exerce um efeito importante, tanto sobre o nível absoluto das performances, como na sua distribuição. Ambientes com maior intensidade competitiva pressionam as margens e diminuem significativamente a rentabilidade média das empresas, como foi o caso no Brasil, entre os períodos estudados.

Várias são as razões por detrás dessa redução na performance das empresas, dentre as quais já destacamos: queda de crescimento, redução da munificência das receitas não operacionais propiciadas e a queda das barreiras tarifárias e comerciais, com a entrada de novos *players* que, a partir de 1994, contribuíram para o aumento da intensidade competitiva.

Os dados também apontam para uma relativa convergência das categorias extremas da performance em torno da média, em períodos de maior intensidade competitiva, e sustentam as nossas hipóteses gerais relativas à relação entre intensidade competitiva e performance.

Com relação à sustentabilidade, os dados revelaram que, em comparação ao estudo equivalente feito em empresas norte-americanas, os dados foram menos conclusivos e não sustentam integralmente a hipótese estabelecida. A tabela a seguir ilustra bem as principais diferenças entre os resultados obtidos nos estudos sobre a sustentabilidade.

Estudo	Período Abrangido	Amostra	Percentual de Empresas com Desempenho Superior que Permaneceram Imóveis
McGahan (2001)	1981 – 1997	8.018 Corporações, 13.547 Unidades de Negócio.	77,6%
Presente Estudo	1990-1999	115 Empresas	41,37%

Tabela 5 – Comparação dos Resultados entre Estudos

Várias razões podem explicar a menor sustentação da performance no período analisado. Em primeiro lugar, as mudanças no ambiente macroeconômico e competitivo brasileiro parecem ter sido mais intensas e profundas do que no ambiente norte-americano, nos respectivos períodos estudados. As mudanças nos níveis inflação, o ingresso de novos competidores e outras variáveis macroeconômicas, como o câmbio e o crescimento da

economia, exigem ajustes na estratégia das empresas, cuja magnitude varia de setor para setor. A performance é sensível a estas flutuações no ambiente externo e interno das empresas, o que dificulta a estabilidade da performance.

Os anos que antecederam o nosso período de análise foram marcados pelo agravamento progressivo da instabilidade da economia brasileira, com inflação alta, moeda indexada e economia fechada e, de maneira mais perversa, pela incerteza quanto a seus rumos. Essa crise teve início com a interrupção da oferta de financiamento externo, no início dos anos 80, e se prolongou por toda a década devido à resposta passiva da política econômica ao novo contexto internacional, combinada com a reação das grandes corporações privadas.

As grandes empresas reagiram à profunda incerteza gerada pela interrupção de uma longa experiência de crescimento contínuo da economia e de farta disponibilidade de crédito com uma estratégia defensiva, que restringiu os esforços de reestruturação produtiva e de inovação, com base em cortes drásticos dos investimentos, na redução do endividamento e na preferência por ativos de elevada liquidez. Com a adoção desta estratégia, as empresas estariam não só protegidas, como também habilitadas a prosperar em meio à instabilidade, calcadas em uma elevada capacidade de especulação com ativos financeiros, estoques e preços.

Uma instabilidade econômico-financeira duradoura afasta as empresas de suas trajetórias de maximização de desempenho, distanciando a estrutura industrial de suas efetivas potencialidades. Uma alta volatilidade da renda, das taxas de juros e de câmbio leva a escolhas de atividades, tecnologias e a opções patrimoniais que, da ótica da firma, são sub-ótimas em relação às suas estratégias desejáveis de longo prazo, pois buscam a liquidez e a rentabilidade a curtíssimo prazo, relegando a segundo plano os investimentos fundamentais à produção.

Nesse cenário, o País chegou aos anos 90 com uma estrutura econômica relativamente estagnada, financeiramente frágil e tecnologicamente defasada, conservada por uma década à custa da inflação, da reserva de mercado e da desestruturação do Estado. A famosa ciranda financeira, caracterizada pela preferência dos supracitados ativos financeiros, em detrimento da busca de lucros operacionais por excelência, parece explicar a origem do comportamento positivo da rentabilidade sobre o capital próprio, mesmo tendo havido sub-utilização de ativos operacionais no período. Ora, se tal medida de rentabilidade usa o lucro líquido como numerador, é possível inferir que a participação das receitas financeiras teve papel fundamental na determinação de uma série histórica de rentabilidade ascendente, conforme a verificada em nossas análises, mesmo sendo impossível separar receitas operacionais das não operacionais na amostra estudada.

O período de maior desempenho médio (1994) está também associado aos efeitos do ápice hiper inflacionário de 1993 e 1º semestre de 1994, ano em que entrou em vigor o Plano Real, que resultou numa impressionante queda da inflação que atingira, nos 12 meses anteriores, a assombrosa taxa acumulada de 5.154%, conforme medições do Índice Geral de Preços (IGP). A partir do segundo semestre daquele ano, essas cifras elevadas começaram a cair numa curva descendente e praticamente contínua durante quatro anos e meio, atingindo apenas 1,7% ao final de 1998. Em outras palavras, a taxa de inflação anual em 1998 era igual à taxa de inflação diária antes do Plano Real.ⁱⁱⁱ

Outra razão que pode explicar a diferença nos resultados da sustentabilidade entre os dois estudos é qualidade das informações. No caso norte-americano, a grande quantidade de dados que compõe a amostra cria uma distribuição mais próxima da curva normal que,

quando comparada à amostra reduzida de empresas utilizadas neste estudo, apresenta maior confiabilidade das análises realizadas.

Pesquisas mais aprofundadas, relacionando o ambiente competitivo, as estratégias e performance devem ser empreendidas no futuro, utilizando outras medidas de desempenho menos suscetíveis às flutuações conjunturais. Tendo em vista a influência do ambiente competitivo setorial, as pesquisas futuras deveriam levar em conta a dinâmica competitiva dentro de setores específicos e os seus efeitos sobre a performance.

6. Referências Bibliográficas

- Barney, Jay B. 1991. "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage." *Journal of Management* 17:99-120.
- Barney, Jay B. 1997. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Reading, MA: Addison-Wesley Publishing Company.
- Collins, James C. e Jerry I. Porras. 1996. *Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies*. London: Century Business.
- Cyrino, Alvaro B. e Flavio C. Vasconcelos. 2000. "Vantagem competitiva: os modelos teóricos atuais e a convergência entre estratégia e teoria organizacional." *Revista de Administração de Empresas* 40:20-37.
- D'Aveni, Richard A. e Robert Gunther. 1994. *Hypercompetition: Managing the Dynamics of Strategic Maneuvering*. New York: The Free Press.
- Dess, Gregory G. e Donald W. Beard. 1984. "Dimensions of Organizational Task Environments." *Administrative Science Quarterly* 29:52-73.
- Dornas, Guilherme. 2001. "EVA - The Economic Value Added And Brazil's Reality: is the WACC Calculation Reasonable for our Industries? *Caderno de Idéias. FDC – Fundação Dom Cabral, Vol. 000, No. 1*.
- Dornas, Guilherme. 2002. "A Evolução dos Índices de Desempenho". *Gazeta Mercantil, Ano LXXX - Nº 22.288*.
- Ehrbar, Al. 1999. "EVA – Valor Econômico Agregado – A Verdadeira chave para Criação de Riqueza." Rio De Janeiro: Qualitymark.
- Gitman, Lawrence J. 1987. "Princípios de Administração Financeira." 3a ed., Rio de Janeiro: Harbra Ltda.
- Jacobsen, R. 1988. "The persistence of abnormal returns." *Strategic Management Journal*, 9:415-430.
- McGahan, Anita M. 1999. "Competition, Strategy and Performance." *California Management Review* 41:74-101.
- McGahan, Anita M. e Michael E. Porter. 1997. "How Much Does Industry Matter, Really?" *Strategic Management Journal* 18:15-30.
- Pastore, José. 1994. "A Força Eleitoral do Real. *O Jornal da Tarde*.
- Peteraf, Margaret A. 1993. "The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-based View." *Strategic Management Journal* 14:179-191.
- Porter, Michael. 1985. *Competitive Advantage*. New York: Free Press.
- Porter, Michael E. 1981. "The Contributions of Industrial Organization to Strategic Management." *Academy of Management Review* 6:609-620.
- Porter, Michael E. 1991. "Towards a Dynamic Theory of Strategy." *Strategic Management Journal* 12:95-117.

- Rumelt, Richard P., Dan E. Schendel e David J. Teece. 1995. "Fundamental Issues in Strategy." Pp. 9 - 47 in *Fundamental Issues in Strategy: A Research Agenda*, edited by R. P. Rumelt, D. E. Schendel and D. J. Teece. Boston: Harvard Business School Press.
- Rumelt, Richard P. 1991. "How Much Does Industry Matter ?" *Strategic Management Journal* 12:167-185.
- Rumelt, Richard P., Dan Schendel and David J. Teece. 1991. "Strategic Management and Economics." *Strategic Management Journal* 12:5-29.
- Teece, David J., G. Pisano e A. Shuen. 1997. "Dynamic Capabilities and Strategic Management." *Strategic Management Journal* 18:509-533.
- Thomas III, L. G. 1996. "The Two Faces of Competition: Dynamic Resourcefulness and the Hypercompetitive Shift." *Organization Science* 7:221-242.

Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Lei 7.799, de 10 de julho de 1989.

Lei 8.200, de 28 de junho de 1991.

Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995.

ⁱ A partir da visão crítica da análise do retorno do capital próprio, que chamou a atenção para o fato desta análise não avaliar os efeitos do risco financeiro provocado pela elevação do endividamento, surgiu o critério de mensuração do desempenho que considera o retorno do capital investido, ou seja, a relação entre o lucro operacional e capital investido. O *ROCE (Return on Capital Employed)* - e outros nomes equivalentes como *RONA (Return on Net Asset)* e *ROIC (Return on Investment Capitalized)* - é a medida de rentabilidade da empresa que demonstra o quanto o retorno excedeu o capital investido, ou seja, quanto a gerência conseguiu extrair do montante de capital disponibilizado no negócio.

Embora tenha sido um passo incremental na análise de performance das empresas- e até de sub-unidades - é mister observar que a utilização isolada deste indicador, como medida de desempenho, pode conduzir a erros significativos na avaliação de investimentos ou no controle de resultados. Pode haver situações em que um novo investimento ou projeto produza um ROCE superior ao atual corporativo, mas que, ao ser implementado pela companhia, determine que a organização como um todo destrua valor, ou seja, reduza seu valor venal ou valor corporativo de mercado. Isto porque não se considera na análise o custo do capital total investido (EHBAR, 1999).

Analogamente, a evidente impossibilidade de determinar o custo ponderado de capital das organizações constantes da amostra, dado que inexitem, nas publicações da revista Exame, informações acerca da real estrutura de capital das empresas estudadas (principalmente, no que se refere aos montantes de financiamento de curto e longo prazo), bem como suas taxas marginais de contratação de empréstimos, também de curto e longo prazo, o valor econômico agregado, estado da arte na análise de performance corporativa, não poderia ter sido usado com instrumento de análise.

Apesar das várias possibilidades na busca por indicadores mais precisos de performance, a inexistência de alguns dados de grande importância, como os enumerados nos parágrafos anteriores, nos levou a optar pela análise da Rentabilidade do Capital Próprio (ROE) que, conforme o supracitado, indicador este presente em todas as publicações dos periódicos nos anos referentes à série analisada.

ⁱⁱ O texto da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ou Lei das Sociedades por Ações, define no *caput* de seu artigo 185 e em seus respectivos 1º., 2º. e 3º. parágrafos que as demonstrações financeiras deveriam considerar os efeitos na modificação do poder de compra da moeda nacional “*sobre o valor do patrimônio líquido e os resultados do exercício*”, o que inclui os saldos de todas as contas do patrimônio líquido e suas respectivas contrapartidas na Demonstração de Resultado do Exercício, fato este que tem influência direta no cômputo do Lucro Líquido. Vinte anos depois, a Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995, (após alterações já elaboradas nos termos das Leis 7.799, de 10 de julho de 1989 e 8.200, de 28 de junho de 1991) revoga a correção monetária das demonstrações financeiras, “*ficando vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários*”.

ⁱⁱⁱ Uma inflação de 1,7% por dia útil corresponde a uma taxa mensal de 45%, similar à de junho de 1994, quando o Plano Real foi lançado.